

ОЦЕНЯВАНЕ НА АКТИВИ ЧРЕЗ ПАЗАРНИ МНОЖИТЕЛИ

НИГОХОС КАНАРЯН, Д-Р ПО ИКОНОМИКА

Съдържание

Въведение	3
1. Регулации и стандарти за оценяване и финансово отчитане	4
<i>Международни стандарти за оценяване</i>	4
<i>Международни стандарти за финансово отчитане</i>	6
<i>Регулации от българската практика</i>	7
2. Пазарен множител и предприятие - аналог	9
<i>Пазарен множител</i>	9
<i>Числител</i>	11
<i>Знаменател</i>	13
<i>Конструиране на пазарен множител</i>	16
<i>Предприятие – аналог</i>	17
3. Дисекция на пазарните множители	19
<i>Множителят „Цена-печалба” - P/E</i>	19
<i>Множителят „Цена – Счетоводна стойност” P/BV</i>	21
<i>Множителят „Цена – Продажби” P/S</i>	22
<i>Множител „Стойност на предприятието – Продажби“, EV/Sales</i>	23
<i>Множител „Стойност на предприятието – Печалба, преди лихви и данъци“, EV/EBIT</i>	25
4. Корекции	26
<i>Брой акции за разпределение</i>	26
<i>Отчитане на бизнес цикъла</i>	27
<i>Отчитане на страновия риск</i>	28
<i>Корекция на ефективност</i>	31
5. Бизнес казус	33
Библиография	35
Приложения	37

Въведение

Обикновено финансовите аналитици използват пазарните множители за бързо оценяване на компании за сметка на методи, за които се изисква време и прецизност като например дисконтираните парични потоци. Пазарните множители се прилагат при сравнителния подход или както е известно на финансовите аналитици - сравнителното оценяване (*peer valuation*). Ние ще засегнем темата с оценяването с пазарни множители от гледна точка на оценителя.

Сравнителният подход се основава на принципа на заместването. Според този принцип, когато рационален купувач е изправен пред избор дали да купи даден актив, то той няма да придобие собственост по цена, по-голяма от минималната цена на актив с еквивалентна полезност. В икономикса този принцип е известен като Закон за единната цена. Той гласи, че два еднакви актива трябва да се продават на една и съща цена.

Популярността на подхода за оценяване чрез пазарни множители от финансови анализатори и оценители е голяма. Нашата цел е да разкрием на оценителя същността на пазарните множители, да разгледаме тяхната конструкция, така че да изведем факторите, които влияят върху тях. Прецизното използване на пазарните множители изисква те да бъдат коригирани за странови риск, ефективност, счетоводни корекции. Ние ще разгледаме бизнес казус, с които се сблъскахме наскоро, но от гледна точка на оценител, а не на финансов анализатор, който търси подценени или надценени компании.

1. Регулации и стандарти за оценяване и финансово отчитане

Преди да преминем към същността на оценяването с пазарни множители е наложително да се запознаем с регулациите и стандартите за оценяване и финансово отчитане. Това е необходимо, тъй като в нашата практика стандартът на International Valuation Standard Committee (IVSC) за оценяване и на International Accounting Standards Board (IASB) за финансово отчитане задължително трябва да се спазват. Целта ни не е да тълкуваме даден стандарт, а да разберем каква насока трябва да следваме, за да бъде коректна нашата оценка, когато използваме пазарни множители.

Международни стандарти за оценяване

Международните стандарти за оценяване (2011, 2013), МСО за краткост, препоръчват, използването на един или повече подходи за оценяване, за да се достигне до оценка по подходяща база на стойността могат В рамката на МСО са застъпени трите най-използвани в практиката подходи за оценяване¹. Тяхната основа са икономическите принципи за равновесие на цените, очакваните ползи и заместването, които ние припомним в предхожданата точка.

Подходите за оценяване са сведени до три: (1) Разходен; (2) Пазарен; (3) Доходен. Кой или кои подходи ще се използват в оценяването на даден актив зависи от способността на оценителя да прецени уместността на похода за целите на изготвяне на оценката. Трите оценителски подходи са описани в Рамката на МСО, а най-използваните методи за прилагането им към отделните видове активи са разгледани в коментарите към стандартите за оценяване на отделните видове активи.

Международните стандарти за оценяване (2011) препоръчва изборът на най-подходящ подход или метод за изготвяне на оценката да отразява следните съображения²:

- ❖ приетата база на стойността, определена от целта на оценката,
- ❖ наличието на изходни данни и сведения за оценката,
- ❖ подходите или методите, използвани от участниците на съответния пазар.

По принцип, пазарният подход извежда индикативна стойност, като сравнява актива - предмет на оценката с идентични или сходни активи, за които е налична ценова информация. Първата стъпка при този подход е разглеждането на цените на сделки с идентични или аналогични активи, сключени на пазара в близкото минало. Ако броят на сключените сделки е малък, то се препоръчва да се разгледат цените на идентични или аналогични активи, които се предлагат за продажба, при условие че меродавността на тази информация бъде недвусмислено установена и критично анализирана. МСО допускат коригиране на ценовата информация, за да се отразят евентуалните разлики между условията на реалната сделка и базата на стойността или възможните хипотези, приети при извършването на оценката. Трябва да обърнем внимание на оценителя да

¹ Рамка на МСО, Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване, стр. 26

² МСО 102 Изготвяне, Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване, стр. 36

задълбочи анализите си в сравняване на правните, икономическите и физическите характеристики на активите по анализиранияте сделки и тези на оценявания актив.

При оценяването на предприятия и дялови участия в предприятия *пазарният подход* сравнява едно оценявано предприятие с подобни предприятия, дялови участия собствеността на предприятия и ценни книжа, които са се разменяли на пазара, както и релевантни сделки с акции на същото предприятие, ако има такива³. Предишни сделки, дори и оферти, за един или друг компонент от предприятието също могат да бъдат показателни за стойността.

Източниците на информация, които МСО препоръчва при използването на *пазарния подход*, са данни от публични фондови пазари, на които се търгуват дялови участия в собствеността в аналогични предприятия, пазарът за придобивания, на който се купуват и продават цели предприятия, както и предишни сделки с акции или търгови предложения за собствеността на оценяваното предприятие.

Наличието на разумна база за сравнение и използване на аналогични предприятия е от изключително важно значение. Тук не трябва да забравяме поговорката, че *трябва да се сравняват сравними неща*. Тези аналогични предприятия трябва да бъдат в същия отрасъл или друг отрасъл, но който реагира на същите икономически фактори. Доколко едно предприятие е подходящо за аналог зависи от това, доколко то отговаря на следното⁴:

- ❖ прилики с оценяваното предприятие по отношение на качествените и количествените характеристики на предприятието,
- ❖ обем и възможност за проверяване на данните за аналогични предприятия,
- ❖ дали цената на аналогичното предприятие отразява сделка при пазарни условия.

Чрез анализ на публично търгувани предприятия или реални сделки се изчисляват пазарните множители – обикновено пазарна цена, разделена на един или друг показател за приход, доход, нетни активи. При изчисляване и избиране на тези множители МСО препоръчва да се отчете следното⁵:

- ❖ съотношението трябва да носи важна информация за стойността на предприятието,
- ❖ понякога са необходими корекции, за да се приведе съотношението към специфичните обстоятелства на оценяваното предприятие. Примери за това са корекции за разликите в риска и очакванията на аналогичното предприятие и оценяваното предприятие,
- ❖ могат да бъдат необходими и корекции за отразяване на разликите между дяловото участие в собствеността на оценяваното предприятие и дяловите

³ МСО 200 Предприятия и дялови участия в предприятия, Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване, стр. 45

⁴ МСО 200 Предприятия и дялови участия в предприятия, Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване, стр. 46

⁵ МСО 200 Предприятия и дялови участия в предприятия, Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване, стр. 46

участия в аналогични предприятия, с оглед на степента на контрол, ликвидността или размера на участието.

Международни стандарти за финансово отчитане

Международният стандарт за финансово отчитане 13 *Оценяване на справедлива стойност* има за цел да определи понятието „справедлива стойност“, да зададе рамката за оценяване на справедливата стойност в отделен стандарт за финансово отчитане, както и изискването за оповестявания във връзка с оценките на справедливата стойност. МСФО 13 се прилага, когато в друг стандарт за финансово отчитане се изисква или позволява оценяване по справедлива стойност или оповестяване на оценяването по справедлива стойност.

Стандартът дефинира справедливата стойност като *„цената за продажба на актив или за прехвърляне на пасив при обичайна сделка между пазарни участници към датата на оценяване“*⁶. Оценяването по справедлива стойност се използва, за да се определи цената на продажба на актив или прехвърляне на пасив в рамките на обичайна сделка между пазарни участници при актуални към датата на оценяване пазарни условия. За да оцени справедливата стойност МСФО 13 изисква да се определи следното⁷:

- ❖ конкретния актив или пасив, предмет на оценяване (в съответствие със своята разчетна единица);
- ❖ за нефинансов актив — уместната за оценяването презумпция за остойностяване (в съответствие с оптималното му използване);
- ❖ основния (или най-изгодния) пазар за този актив или пасив;
- ❖ уместния за оценяването метод (или методи) за остойностяване, предвид наличието на данни, с помощта на които да се разработят хипотези, които представляват допусканията на пазарните участници при определянето на цената на дадения актив или пасив и нивото в йерархията на справедливите стойности, на което са категоризирани хипотезите.

МСФО 13 допуска прилагането на три подхода: (1) Подход на пазарните сравнения; (2) Подход на базата на разхода; (3) Подход на база дохода. За нас представлява интерес първият подход – на пазарните сравнения. Неговите рамки са очертани в параграфи Б5 – Б7. При него се използват цени и друга полезна информация, с източник пазарни сделки с идентични или сравними активи, пасиви или група активи и пасиви като например стопанска структура. Методите за остойностяване чрез пазарни множители съответства, според стандарта, на подхода на пазарните сравнения. Допуска се, че множителите могат да бъдат в определени диапазони, като за всеки един сравняван елемент има различен множител. Изборът на подходящия множител в рамките на диапазона изисква да бъдат взети предвид и преценени качествените и количествените фактори, специфични за оценяването.

Както се вижда имаме съответствие между двата стандарта по отношение на оценяването чрез пазарни множители. Като обобщение препоръките на МСО и МСФО

⁶ Международен стандарт за финансово отчитане 13 „Оценяване по справедлива стойност“, Оценяване, параграф 9

⁷ Международен стандарт за финансово отчитане 13 „Оценяване по справедлива стойност“, параграф Б2.

13 засягат основно критериите за избор на аналог и източниците на информация. Те не се засягат въпроса кои множители оценителят да използва и как да бъдат изчислени те.

Регулации от българската практика

В българската бизнес практика съществува правна рамка, която регулира използването на метода на пазарните множители в определянето на справедлива стойност на финансови инструменти по-задълбочено и конкретно, в сравнение с цитираните по-горе Международни стандарти. Става дума за Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане, която накратко ще отбелязваме като Наредба 41. Другият подзаконов нормативен акт е Наредба № 44 от 20 октомври 2011г. за изискванията към дейността на колективните инвестиционни схеми, инвестиционните дружества от затворен тип и управляващите дружества, Наредба 44 за краткост.

Трябва да подчертаем, че ние разглеждаме две наредби, които регулират много конкретни случаи, които оценителите рядко биха се сблъскали с тях и задължително би трябвало да спазват. Правим този преглед и анализ, защото законодателят е разписал по-точни стъпки на приложение на оценяването с пазарни множители, които се използват в бизнес практиката на търговите предложения и оценяването на финансови инструменти от колективни инвестиционни схеми.

Наредба 41 постановява, че при липса на активна търговия с акциите на дружеството, които са обект на обосновка на стойността им за целите на търгово предложение, справедливата цена на акциите се определя като среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно три оценъчни методи⁸. Първият метод е този на дисконтираните парични потоци, вторият е метода на нетната стойност на активите, а третият - метод на пазарните множители на дружества-аналози.

Методът на пазарните множители на дружествата аналози е описан в чл. 16 и 17 на Наредба 41. Той включва група модели за определяне на стойността на акцията на дружеството на базата на пазарните цени на акциите на дружество аналог или група дружества аналози. Законодателят приема, че методът е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции с използване на един или повече модели, които сравняват дружеството, предмет на оценката, с аналогично дружество с пазарна цена или общоприет еталон.

При определяне на стойността на акциите Наредба 41 допуска използването на един от следните модели: (1) модел на пазарните множители на дружество аналог; (2) модел на пазарните множители на общоприет еталон, които са обосновани с характеристиките на оценяваното дружество и на дружеството аналог или общоприетия еталон. Дружество аналог, съответно общоприет еталон, е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество. Изборът на дружество аналог, съответно общоприет еталон, трябва да бъде обоснован чрез сравнителен анализ и оценка на

⁸ Наредба 41, чл. 5, ал. 2.

инвестиционни и рискови характеристики, както и степента на сходство с оценяваното дружество. Общоприет еталон е средна стойност от пазарните множители на дружествата аналози.

Член 17 на Наредба 41 детайлизира приложението на метода на пазарните множители. Моделите на пазарните множители на дружество аналог или на общоприет еталон се прилагат чрез изчисляване на стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на⁹:

1. нетната печалба с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприет еталон, и неговата нетна печалба (P/E), или
2. счетоводната стойност (собствен капитал) с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприетия еталон, и неговата счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B), или
3. нетните приходи от продажби с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприетия еталон, и неговите нетни приходи от продажби (P/S), или
4. печалбата преди лихви и данъци с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприетия еталон, и неговата печалба преди лихви и данъци (P/EBIT).

Както установяваме Наредба 41 определя използването на четири пазарни множителя, но допуска прилагането на друг пазарен множител извън горепосочените, ако с него се определя по-реалистично стойността на акциите на дружеството. Изборът на друг пазарен множител трябва да бъде обоснован с характеристиките на оценяваното дружество и специфичните му особености. Знаменателят има за източник на информация последния публикуван финансов отчет, а когато дружеството изготвя консолидиран финансов отчет, то базата е - консолидирания финансов отчет. Числителят се определя въз основа на пазарни цени на дружеството аналог, съответно на дружествата, включени в общоприетия еталон, определени като цена на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните 3 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня.

При определянето на нетната стойност на активите на колективна инвестиционна схема, управляващите дружества може да им се наложи да определят справедлива стойност на финансов инструмент, който няма сключени сделки в деня на оценката, както и през 30-дневен период, предхождащ деня на оценката. В този случай чл. 32 от Наредба 44 изисква в правилата на колективната инвестиционна схема подробно да се опишат методи, които ще се използват за определяне на справедливата стойност, включително поредността, в която ще се използват.

Нека да припомним защо отделихме толкова внимание на регулациите и стандартите. Те очертават рамките, в които трябва да се поберем, когато осъществяваме нашата

⁹ Чл. 17, ал. 1 от Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане

оценителска дейност. От една страна рамките са твърде широки и както видяхме стандартите дават само насоки за приложение на оценяването чрез пазарни множители без да конкретизират в дълбочина методите. За разлика от тях наредбите на Комисията за финансов надзор, особено свързаните с обосновката на цената на акциите на дружество, които са обект на търгово предложение, са много по-детайлни. Ние ще се вместим в очертаните от стандартите и регулациите рамки в приложението на пазарните множители в оценяването.

2. Пазарен множител и предприятие аналог

След като се запознахме с регулаторните насоки, които трябва да спазваме при прилагането на пазарните множители за оценяване, то ще очертаем структурата на пазарния множител и как да изберем предприятие аналог. Вниманието ни ще бъде насочено към множителя „Цена-Печалба“, P/E, само за целите на илюстрацията. Другата причина за неговото използване е популярността му. В следващата точка ние ще навлезем в детайлите на всеки един пазарен множител.

Пазарен множител

Пазарен множител, коефициент или пазарно съотношение са синоними на price multiple. Това е показател, който инвеститорите и финансовите анализатори използват за бърза пресмятане дали дадена инвестиция в акция си заслужава. Дали дадена акция е справедливо оценена, подценена или надценена. Да допуснем, че финансов анализатор разглежда инвестиция в акции на две компании от автомобилния сектор в Европа – Volkswagen и Renault. На 2 март 2015 г. цената на последната сделка с акциите на акцията на Volkswagen е 227 евро, а тази на Renault - 85,34 евро. От сравнението на цените е трудно да се каже коя акция е „скъпа“ и коя е „подценена“. Това че акцията на Volkswagen се търгува на 227 евро не я прави скъпа, надценена, в сравнение с Renault, която се търгува на по-ниска цена. Трябва ни друг **показател, който да направи акциите сравними**. Кой е той? Финансовият анализатор разполага с пазарните цени, но ако ги стандартизира с друга променлива, която не е пазарна, т.е. няма за източник пазара, то би могъл да прецени по-точно коя акция е надценена/подценена. Такава променлива трябва да е фундаментална, да стои в основата на този показател, за да направи **акциите сравними**.

Обикновено източник на информация на подобна фундаментална променлива са финансовите отчети на компанията - отчетът за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход, отчетът за финансовото състояние и отчета за паричните потоци¹⁰. За да има съпоставимост стойността на фундаменталните променливи се преизчислява за една акция. На практика най-използваните фундаментални променливи са нетните

¹⁰ Използваме наименованията на финансовите отчети според МСС 1 Представяне на финансови отчети, тъй като компаниите, търгувани на регулирани пазари на финансови инструменти изготвят своите отчети, спазвайки Международните счетоводни стандарти.

приходи от дейността, нетната печалба, оперативната печалба¹¹, счетоводната стойност на собствения капитал, паричните потоци.

Ако финансовият анализатор избере нетната печалба на една акция като фундаментална променлива, то той може да изчисли пазарният множител „Цена – печалба“, който е повече известен като P/E от Price/Earnings ratio. Така той ще изрази връзката между двете променливи – пазарната цена на една акция и печалбата на една акция. Множителят ще покаже колко струва единица печалба на акция. По този начин акциите стават сравними, когато се приравняват към един общ показател, какъвто в случая се явява нетната печалба на акция при множителя P/E.

Нека да продължим да анализираме Volkswagen и Renault. Печалбата на една акция на германския автомобилостроител е 22,22 евро, а на френския – 6,92 евро¹². Оттук множителят P/E на Volkswagen е 10,22, а този на Renault – 12,33. Това, което финансовият анализатор би могъл да установи е, че инвеститорите плащат повече за единица печалба на Renault, в сравнение с Volkswagen. Нека да допуснем, че двете компании са сравними в смисъла на това, че имат един и същи риск, маржини на печалбата, очаквания за растеж, а не само принадлежността им към един и същи сектор. Оттук изводът, който може да се направи е, че акцията на Volkswagen е подценена *съотнесена* към акцията на Renault.

Акцентирахме на *съотнесена*, тъй като можем да твърдим, че дадем актив е подценен/надценен спрямо друг, аналогичен, актив. При това положение бихме могли да очакваме, че подценената акция ще се представи по-добре спрямо аналога, ако последният е справедливо оценен. В нашия пример, ако допуснем, че Renault е справедливо оценена, то акцията на Volkswagen би трябвало да поскъпне. Ние не трябва да изключваме и възможността Volkswagen да бъде справедливо оценена, а Renault надценена. Следователно акциите на Renault ще се понижат. Обективността и акуратността налага да сравним двете акции не помежду им, а спрямо даден еталон. Това обикновено е индекс на сектора Автомобилостроене, който би могъл да бъде представен от индекса STOXX Europe 600 NC Automobiles & Parts¹³. По този начин пазарният множител P/E на индекса ще бъде отправна точка за сравнение на двете акции и на това коя от акциите е подценена или надценена.

Трябва да подчертаем, че разгледахме горния пример с Volkswagen и Renault единствено да илюстрираме идеята за пазарния множител. **Нашата цел не е да откриваме подценени или надценени акции чрез сравняване на пазарни множители. Това е задача на финансовите анализатори. Ние, като оценители, имаме друга цел – да оценим обективно даден актив, предприятие, акции или дялове, като приложим метода на пазарните множители акуратно.** За да изпълним тази задача ние ще обърнем внимание в детайли на числителя и знаменателя на пазарните множители. Това ще направим за целите на сравнителния анализ, който

¹¹ Под оперативна печалба имаме предвид печалбата преди лихви и данъци (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT).

¹² Източник на данните е <http://finance.yahoo.com>, а актуалната дата е 03 март 2015. Цитираните печалби са на една акция за последните дванадесет месеца, т.е. twelve trailing months, ttm.

¹³ http://stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=SXABP

трябва да се проведе, спазвайки насоките, дадени от Международните стандарти за оценяване¹⁴.

Числител

В числителя на пазарния множител стои пазарен показател, който може да бъде пазарна цена на акция или стойност на предприятието (enterprise value). Оттук пазарните множители се разделят на ценови множители (price multiples) и множители на база стойност на предприятието (enterprise value multiples)¹⁵. При ценовите множители се числителят е цена на затваряне. Това е цената от последна сделка за деня. Ако акцията, която се анализира, има висока ликвидност, то можем да приемем, че цената от последната сделка на борсовата сесия е меродавна. Това се отнася до акции и пазари, които са развити. При акции, търгувани на формиращите се пазари и най-вече на периферните, като България, цена на затваряне не би могла да се приеме за меродавна. Много често последните сделки представляват пакет от няколко стотин, а дори единици акции. Поради това ние не сме склонни да препоръчваме да се използва цена затваря за нуждите на оценяването с пазарни множители, въпреки че този показател се използва от повечето доставчици на финансова информация.

Както споменахме по-горе българският законодател е отчел тази ниска степен на ликвидност на финансовите пазари и е дал възможност да се използва друг аналогичен показател¹⁶ - от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня на оценката. Подобен показател може да бъде среднопретеглената цена от всички сделки за деня на оценката. Мястото на търговия зависи от това на колко регулирани пазара са листвани акциите на аналога. Много често компаниите листват акциите си на няколко пазара, като най-висока ликвидност обикновено имат на пода на родната си фондова борса. Например, акциите на CEZ Group са листвани освен на фондовата борса в Прага, но и във Варшава, Берлин, Мюнхен, Щутгарт, Франкфурт, т.е. в три държави. Така акциите на CEZ се котират в три валути и при изчисляването на множителите може да има усложнения и разминавания, които не са за подценяване поради нуждата от отчитане на различни валутни курсове.

Другата променлива, която се поставя в числителя на пазарните показатели е стойността на предприятието (enterprise value). Международните стандарти за оценяване я дефинират като *“общата стойност на капитала в предприятието, плюс стойността на неговите задължения или отговорности във връзка със задължения, минус парите и паричните еквиваленти, които са налични за посрещане на тези задължения или отговорности”*¹⁷. От определението лесно може да се изведе математическия израз на стойността на предприятието, което накратко се записва с EV

¹⁴ МСО 200 Предприятия и дялови участия в предприятия, Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване, стр. 45

¹⁵ Pinto, J., E. Henry, T. Robinson, and J. Stowe, Equity Asset Valuation, John Wiley & Sons, Inc., 2nd edition, 2010, p. 258.

¹⁶ Чл. 17, ал. 4 от Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане

¹⁷ МСО 200 Предприятия и дялови участия в предприятия, Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване, стр. 43

от Enterprise Value (уравнение 1)¹⁸. В него ние изчисляваме EV като използваме пазарните стойности на привилегированите акции (ако има такива) и дълга. Може да се окаже, че дългът не е публично търгуван и трудно и не толкова точно може да се определи неговата пазарна стойност. Поради това много често се използва неговата счетоводна стойност или по-точно размерът на главницата от отчета за финансово състояние. Що се отнася до паричните средства и еквиваленти, то в уравнение 1 към тях се причисляват и краткосрочните инвестиции (с падеж до 1 година), които са един вид ликвидност¹⁹.

$$\begin{aligned} EV &= MVCE + MVPS + MVD - C = \\ (1) \quad &= MVCE + MVPS + (MVD - C) = \quad , \\ &= MVCE + MVPS + ND \end{aligned}$$

където:

MVCE – пазарна стойност на обикновените акции;

MVPS – пазарна стойност на привилегированите акции;

MVD – пазарна стойност на дълга;

C – парични средства, еквиваленти и краткосрочни инвестиции;

ND – нетен размер на дълга.

Пазарната стойност на обикновените акции е равна на произведението между наличните към датата на оценката обикновени акции и пазарната цена за същия ден. Тук отново оценителят има право на избор между цена на затваряне и среднопретеглената цена за деня. Пазарната стойност на привилегированите акции се изчислява по същия начин – произведение между наличните към датата на оценката привилегировани акции и пазарната им цена. Както споменахме по-горе стойността на дълга в уравнение 1 може да бъде пазарна или счетоводна. Нетният размер на дълга е разликата между пазарната стойност на дълга и паричните средства и еквиваленти.

Въпреки че международните стандарти за оценяване не уточняват коя стойност да се използва - пазарна или балансова – финансовата логика изисква това да бъде пазарната. Причина за това е, че купувачът придобива предприятието по **пазарни цени**. Логиката е следната: ако имаше възможност да придобие всички акции на предприятието еднократно, без да повлияе върху пазара, то купувачът би направил това по пазарната цена. Оттук стойността на покупката ще бъде равна на пазарната стойност на обикновените акции. В случай на налични привилегировани акции, то той трябва да придобие и тях. Да, но предприятието има дълг, който има пазарна стойност. Така той купува дълга, както е купил акциите, т.е. по пазарни цени. Предприятието разполага с парични средства, които могат да се използват за изплащане на дълга. Възможно е

¹⁸ Pinto, J., E. Henry, T. Robinson, and J. Stowe, Equity Asset Valuation, John Wiley & Sons, Inc., 2nd edition, 2010, p. 322

¹⁹ Паричните средства, вложени в краткосрочни инвестиции, имат по-висока доходност, отколкото тази по разплащателните сметки, относително нисък риск и висока ликвидност. Фирмите прибягват до подобни краткосрочни инвестиции, разбира се ако имат подобна възможност, с цел оптимално управление на паричните си средства.

предприятието да има два вида дълг – публично търгуван, напр. емитирани облигации и частен, банкови заеми. Тогава оценителят ще трябва да събере пазарната стойност на публично търгувания дълг²⁰ с балансовата стойност на банковите заеми.

Може би се учудвате защо множителите на стойността на предприятието имат висока популярност основно сред оценителите и мениджърите на фондовете за рисков капитал. Основният аргумент е фактът, че пазарните множители с числител стойността на предприятието (enterprise value) са по-малко чувствителни към финансовия лост, когато се сравняват предприятия с различно ниво на дълг/собствен капитал.

Знаменател

Както споменахме по-горе в практиката и в регулацията като знаменател на пазарния множител може да послужи всяка фундаментална променлива, изчислена за една акция – нетна печалба, оперативна печалба, нетни приходи от продажби, паричен поток и счетоводна стойност на собствения капитал. Въпросът, който възниква е друг: Коя стойност на печалбата (прихода, счетоводната стойност на собствения капитал и т.н.) да използваме? Историческата, т.е. за изминал период или бъдещата, очаквана и прогнозирана? Ако е историческата, то тази от последния годишен одитиран (консолидиран) финансов отчет ли да бъде или от финансовия отчет за последното тримесечие? А може би тази за последните дванадесет месеца (четири тримесечия)?

В практиката се използват и публикуват двата вида пазарни множители – исторически и бъдещи. Историческите се отнасят за последните дванадесет месеца и се отбелязват с **ttm** от **twelve trailing months**. Печалбата на една акция на Volkswagen, която използвахме по-горе в размер на 22,22 евро на акция представлява нетната печалба на годишна база за последните четири тримесечия или дванадесет месеца. Така множителят P/E, който изчислихме е ttm, т.е. P/E (ttm) = 10.22.

Печалбата за една акция за последните 12 месеца, която ще обозначим с EPS (ttm)²¹, се изчислява като към печалбата за една акция от финансовия отчет, публикуван за последното тримесечие, прибавим тази от последния годишен финансов отчет и извадим печалбата за една акция от финансовия отчет за същото тримесечие, но от предходната година. Уравнение 2 илюстрира изчисляването на ttm база на печалбата за една акция, при последно публикуван финансов отчет за първото тримесечие на 2015 г.

$$(2) \quad \text{EPS}(\text{ttm}) = \text{EPS}_{31.03.2015} + \text{EPS}_{31.12.2014} - \text{EPS}_{31.03.2014}$$

Където:

EPS_{31.03.2015} – печалбата за една акция от финансов отчет за първото тримесечие на текущата година, т.е. 31.03.2015;

EPS_{31.12.2014} – печалбата за една акция от последния годишен финансов отчет, т.е. 31.12.2014;

²⁰ Пазарната стойност на публично търгуван дълг във вид на облигационен заем е равна на номинала на емитираните облигации, умножен с пазарната им цена, която е изразена като процент от номинала.

²¹ EPS (ttm) от Earnings per Share, twelve trailing months.

EPS_{31.03.2014} - – печалбата за една акция от финансовия отчет за съответното (първо) тримесечие на предходната година, т.е. 31.03.2014.

Бъдещият пазарен множител се отбелязва с **forward**, тъй като се изчислява с прогнозни, бъдещи стойности за фундаменталната променлива. Анализаторите в изследователските отдели на инвестиционните банки и посредници са специализирани по сектори. Те „покриват“ с анализи определени компании от даден сектор. Например, финансов анализатор ще анализира и следи представянето на Volkswagen и Renault, тъй като и двете са от сектор автомобилостроене. Разбира се той ще следи за финансовото представяне на други компании от сектора като BMW, Peugeot, Fiat. След анализа на финансовите отчети анализаторът трябва да изведе справедлива стойност на акциите на компанията, която покрива. За целта той прави прогнози за бъдещото развитие, въз основа на публично достъпна информация и свои субективни хипотези. Така той ще има изведена справедлива цена, наричана target price, и прогнозни приходи, печалби, парични потоци.

Финансовите анализатори разпространяват сред своите клиенти инвестиционните си изследвания и препоръки, включително чрез публикуване в платформи за разпространение на финансова информация - Bloomberg, Thomson Reuters, Capital IQ, FactSet и други. В тези платформи се концентрира цялата информация за дадена компания, която се търгува на даден регулиран финансов пазар. За всяка компания, която се „покрива“ от анализатори има данни за бъдещите, очаквани, прогнозиран от анализаторите приходи, печалби, парични потоци, справедливи цени на акциите. Тази информация се обобщава и се изчисляват, т. нар. консенсусни оценки. Те представляват средноаритметична непретеглена стойност на всеки прогнозен показател, който е публикуван, като печалба на една акция, приходи, таргет (справедлива) цена.

Използването на *forward* (бъдещите) стойностите на фундаменталните променливи за изчисляването на пазарните множители, вместо историческите, за последните 12 месеца се възприема за удачно. По този начин в оценката отразяваме консенсусните очаквания за развитието на предприятията аналози или общоприетия еталон на водещите анализатори, които имат дългогодишна експертиза в даден сектор. Преди да използваме *forward* оценките трябва да имаме предвид следното:

- ❖ Не всички компании се покриват с анализи и прогнозни оценки. Анализаторите отделят внимание на най-ликвидните акции. Понякога покриват дадена компания, а след това се отказват от бъдещи прогнози. Много често те преценяват, че дадена компания би представлявала интерес за инвеститорите и инициират аналитично покритие;
- ❖ Много малко компании от развиващите се пазари имат покритие с оценки. Обикновено това са най-търгуваните, с висока пазарна капитализация, с висок дял в еталонния индекс на пазара. По този начин извън покритие остават структуроопределящи компании, сектори за даден пазар;
- ❖ Компанията от периферните пазари, като българския, нямат аналитично покритие;

- ❖ Една компания може да бъде покривана от един до трима анализатори, което не може да се приеме като представителност на оценките;
- ❖ Консенсусните оценки за изложени на риск от ревизия. Всяко тримесечие, след публикуване на финансовите отчети, анализаторите ревизират своите очаквания и коригират прогнозите си по отношение на таргет цена печалба на една акция и т.н.
- ❖ Тази информация основно се разпространява чрез доставчици на финансови данни, на основата на месечен абонамент. В интернет съществуват подобни данни, но няма яснота доколко са актуални и с какво закъснение се осъвременяват.
- ❖ Ако се използва бъдеща стойност на пазарен множител за оценяване, то той трябва да бъде умножен с очакваната стойност на съответната фундаментална променлива за съответния период. Не е редно да се използва бъдеща стойност на множителя P/E на дружество аналог с данни за печалбата на оценяваното дружество за последните 12 месеца.

На практика при множителите на база стойност на предприятието, EV, се използват два знаменателя – печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA) и печалба преди лихви и данъци (EBIT)²². Оценителят би могъл да използва двата множителя, но обикновено EBITDA се предпочита пред EBIT и нетната печалба, E. EBITDA не само игнорира ефекта на финансов лост (спрямо E), но и нивото на амортизациите на дълготрайните материални (Depreciation) и нематериални активи (Amortization). Поради това знаменателят с EBITDA се използва за оценяване на капиталови интензивни предприятия. Делът на техните дълготрайните материални/нематериални активи в общите им активи е много висок, поради същността на тяхната бизнес дейност. Подобни предприятия имат значителни разходи за амортизация.

Другото предимство на показателя, основно пред чистата печалба се крие във факта, че поради високите разходи за амортизация и/или разходи за лихви, които са следствие на финансов лост, нетният финансов резултат може да има отрицателна стойност. С други думи не печалба, а загуба. Това прави икономически безсмислено използване на негативен показател P/E или EV/E. Оценителят може да използва разновидности на EBITDA, която отразява амортизациите на нематериалните активи – EBITA. Това би имало смисъл, когато се сравняват и оценяват предприятия с големи нематериални активи. Печалбата преди лихви и данъци, EBIT, се използва, когато нивото на амортизациите на дълготрайните материални и нематериални не е високо.

Като знаменател могат да послужат не само фундаментални финансови показатели. Много често в сектора на телекомуникациите, информационните технологии, понякога и в добива на суровини се използват и натурални показатели. Например, брой абонати на мобилни (фиксиран) телефонни услуги, добив (резерв) на нефт в барели или газ (кубични метри). Изборът на натурален показател зависи от вида на сектора и

²² EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization. EBIT - Earnings Before Interest and Taxes.

предприятието. В случай че, предприятието има широка гама продукти, то не би било удачно да се използва един вид натурален показател.

Конструиране на пазарен множител

След като изяснихме числителя и знаменателя на пазарния множител, то е ред да ги съединим в едно, т.е. да конструираме пазарен множител. Разбира се няма нищо сложно в това, но да не забравяме, че „Дяволът е в детайлите!“. Бихме добавили, че „Ангелът също е в детайлите!“. Поради това ние искаме да намерим ангела и да избегнем среща с дявола, когато конструираме пазарен множител, който в последствие да използваме в оценяването. Разсъжденията си отново ще насочим към най-използвания пазарен множител – P/E.

Убедени сме, че повечето от нас интуитивно или по логичен път ще достигнат до правилното конструиране на пазарен множител. Правилата, които трябва да се спазват са няколко:

1. При избор на числител:

Дилема: Пазарна цена или стойност на предприятието.

Ако се избере пазарна цена, то се появява още една дилема: Цена затваря (Close) или среднопретеглена цена за деня. Изборът се предопределя от нивото на ликвидност на пазара и акцията. Цена затваря е за предпочитане за акции, които се търгуват на ликвидни и развити пазари. Среднопретеглената цена е препоръчително да се използва за акции, които се търгуват на развиващи се и периферни пазари.

Стойност на предприятието (Enterprise Value). При изчисляването на пазарната стойност на обикновените акции и на привилегированите акции, ако има такива, е добре да се спазва правилото, което по-горе изведохме за пазарна цена. Стойността на дълга в зависимост от това дали е публичен или частен, може да бъде пазарната стойност или балансовата, нетирана с размера на паричните средства и еквиваленти. Ако дружеството има емитиран публичен дълг, например облигационен заем, и банков заем, то стойността на дълга ще бъде сума от пазарната стойност на публичния дълг и счетоводната (балансирана) стойност на банковия заем.

2. Избор на знаменател

Дилема: Исторически стойности или бъдещи стойности на фундаменталните показатели.

Исторически стойности – ttm базата се използва за фундаменталните показатели печалба на една акция, приходите от продажби на една акция, паричен поток за една акция. За балансовата стойност на собствения капитал и размера на активите се препоръчва стойността от последния публикуван финансов отчет.

Бъдеща *forward* стойност – тя може да се използва само ако е налична информация за консенсусни оценки на фундаменталните показатели. Дори оценителят да разполага с такива, то той трябва да прецени доколко може да разчита на тях, в случай че са получени от анализите на двама финансови анализатори.

След избора на съответен числител и знаменател на оценителя не остава нищо друго освен да ги съедини и конструира даден пазарен множител. Така ще се получат два типа пазарни множители, които са предопределени от вида на знаменателя. Това са исторически, например *P/E ttm*, и бъдещ, *forward P/E*.

Пример: По данни на Bloomberg към 4 март 2015 г. очакваната консенсусна печалба за 2015 г., която е изчислена въз основа на прогнозите на осем финансови анализатори е 24,94 евро на акция²³. Цена затваря от 3 март 2015 е 220,40 евро. Оттук бъдещият пазарен множител на Volkswagen, forward P/E е 8,84. Историческият множител P/E (ttm) при печалба за една акция от 22,22 евро при цена затваря от 3 март 2015 ще бъде 9.92.

$$\text{forward P/E} = \frac{220.40}{24.94} = 8,84$$

$$\text{P / E(ttm)} = \frac{220.40}{22.22} = 9.92$$

Предприятие - аналог

Както видяхме по-горе регулациите и стандартите споменават за предприятието - аналог, чиито пазарни множители могат да се използват за целите на оценяването, но не конкретизират кои точно количествени и качествени критерии да се използват. Ние ще представим един набор, който е достатъчно конкретен, но недостатъчно пълен. Ние сме използвали тези критерии в нашата практика, като част от правила за определяне на нетна стойност на активите на управляваните от нас колективни инвестиционни схеми или изготвяне на обосновки за цена на акции за целите на търгови предложения²⁴.

Начините и критериите за определяне на дружество - аналог са следните:

- ❖ Дружество – аналог е такова дружество, което осигурява достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните характеристики на оценяваното дружество.
- ❖ Изборът на дружества - аналози, трябва се обосновава чрез сравнителен анализ и оценка на техните характеристики и степента на сходство с характеристиките на оценяваното дружество.
- ❖ Дружеството аналог се избира съгласно посочените критерии измежду дружествата, допуснати до или търгувани на регулиран пазар в държавата по седалището на емитента.
- ❖ Критериите, на които задължително трябва да отговаря дружеството – аналог са:
 - Сектор от икономиката, в който дружеството оперира;

²³ <http://www.bloomberg.com/research/stocks/earnings/earnings.asp?ticker=VOW:GR>

²⁴ Тези критерии бяха част от Правилата за оценка на портфейла и за определяне на нетната стойност на активите на договорните фондове, управлявани от Стандарт Асет Мениджмънт АД до юли 2012 г. Ние сме ги използвали и при прилагане на метода на пазарните множители при изготвянето на обосновки на цена на акции за целите на търгови предложения в ИП Стандарт Инвестмънт АД, в периода 2006-2008 г.

Оценяване на активи чрез пазарни множители

- Сходна продуктова гама;
- Да има публикувани финансови отчети даващи възможност да бъде обхванат най-близкия едногодишен период;
- Да има сключени сделки с акциите на дружеството през текущия работен ден.

❖ Други критерии, които се използват при аргументацията на избор на дружество – аналог са сравним основен капитал и сходни финансови показатели.

Трябва да признаем, че посочените критерии дават по-ясна насока за избор на дружество - аналог, в сравнение с регулациите и стандартите, но в същото време предоставят възможност за допълнително конкретизиране и фокусиране. Нека да дадем пример от нашата практика.

Пример: През есента на 2006 г. трябваше да изготвим обосновка на цена за целите на търгово предложение от страна на мажоритарния собственик на ОЦК АД. Тогава ние разгледахме трите метода, които бяха предписани в законодателната рамка, но приложихме само два. Оценяването чрез пазарни множители бе методът, който разгледахме, но не приложихме. Критериите, по които подбрахме аналози бяха цитираните по-горе. Тогава на БФБ-София се търгуваха пет дружества, които биха могли да се разгледат като „подходящи” компании за сравнителния анализ. Предложените дружества са от сектор „Металургия”, но повечето са от „Черна металургия”. Оттук преценихме, че този критерий не е удовлетворен. Значими различия се наблюдават при критерия „Продуктова гама”. Анализиранияте дружества произвеждат различни продукти. Несходство се наблюдава и при размера на основния капитал. „ОЦК” АД се очертава като средно по размер на основния капитал измежду разгледаните. Единствено според критерия „Публикувани финансови отчети” се регистрира пълно сходство, което е естествено, тъй като съгласно разпоредбите на ЗППЦК са длъжни периодично да публикуват финансовите си отчети. Изводът, до който достигнахме бе, че дружествата, котирувани на БФБ-София не биха могли да се използват за сравнителен анализ.

Профил на компании за сравнителен анализ.

		Критерии			
No	Име	Сектор от икономиката	Продуктова гама	Публикувани финансови отчети	Основен капитал
1	ОЦК АД	Цветна металургия	олово, цинк, оловни сплави, цинкови сплави	Да	8 413 360
2	Кремиковци АД	Черна металургия	кокс, стомана, чугун, феросплави, прокат и изделия от черни метали	Да	18 517 545
3	Алкомет АД	Цветна металургия	алуминиев прокат, изделия от алуминий и алуминиеви сплави	Да	17 952 959
4	Стоманени профили АД	Черна металургия	стоманени тръби и профили	Да	69 260
5	Стоманени тръби АД	Черна металургия	стоманени тръби	Да	1 031 803
6	Чугунолеене АД	Черна металургия	едри, средни и дребни чугунени отливки; нестандартно оборудване	Да	640 599

По-късно, през 2007 г., започнахме да покриваме компанията. Тогава мажоритарният акционер обяви мащабна инвестиционна програма пред инвеститорите. Реално ОЦК АД щеше да се модернизира и да се превърне и в обогатително предприятие на олово и цинк. Методът, който използвахме за определяне на справедливата цена на акцията, target price, бе методът на дисконтираните парични потоци. Основа на нашите хипотези бе инвестиционната програма, предложена от мажоритарния акционер. Ние отново не приложихме оценка по пазарни множители, за разлика от други колеги анализатори. Ние критикувахме техния подход, защото бяха използвали предприятия аналози от Украйна, които бяха минно-добивни дружества на олово и цинк, а ОЦК АД не беше такова. Другите предприятия за обогатяване на руда нямаха заложена мащабна инвестиционна програма, подобна на ОЦК АД. Така при оценката на дружеството не се отчиташе ефекта от разгръщането и.

3. Дисекция на пазарните множители

Причината да навлезем в същността на пазарните множители, като ги изведем математически е да внесем яснота. Ние не желаем пазарните множители да бъдат черна кутия за оценителя. Той трябва да вникне в тях и разбере кои са факторите, които влияят върху техните стойности.

Множителят “Цена-печалба” - P/E

Коефициентът P/E на практика представлява съотношението между пазарната цена и печалбата на една акция. Поглеждайки коефициента отвътре и анализирайки го, ние можем да достигнем до извода, че в действителност той показва колко трябва да платим, за да притежаваме част от печалбата, полагаща се на една акция. Следователно инвеститорът би трябвало да търси акции с колкото се може по-нисък P/E. На практика обаче те търсят компании с по-висок коефициент. В следващата част на нашето скромно творение ще се опитаме да разберем тази нелогичност в поведението на инвеститорите.

Всепризнато е, че един от авторите, които описват най-добре множителите, е Damodaran (1996, 2001). Поради това, ние ще се придържаме към неговото представяне на този коефициент. Основа за това е формулата на дивидентно-дисконтния модел от уравнение 3. Тя показва, че дисконтираният дивидент, който нараства с постоянен размер g , дава настоящата цена за акция²⁵.

²⁵ Дивидентно-дисконтния модел оценява акцията като сума от сегашните стойности на всички очаквани дивиденди. Математически това записване се изразява чрез следното уравнение:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t},$$

Моделът може значително да се опрости като очакваният дивидент $D_1 = D_0(1+g)$

$$(3) \quad V_0 = \frac{D_1}{k - g},$$

където:

V_0 е текущата стойност на акцията;

D_1 - очакваният дивидент за периода следващ текущия период;

k - изискуемата норма на възвращаемост;

g - очакваният растеж.

Дивидентът обаче е онази част от печалбата на фирмата, която се изплаща на акционерите като възнаграждение за капитала, който фирмата използва. За да се получи дивидентът за следващия период, ние увеличаваме предходния дивидент с $1+g$. Следователно D_1 може да се изрази чрез уравнение 4.

$$(4) \quad D_1 = b.E_0.(1 + g),$$

където:

b е коефициент на изплащане на дивиденти;

E_0 - чистата печалба преди разпределение в текущия период.

Ако заместим уравнение (3) в уравнение (4) ще се получи уравнение (5).

$$(5) \quad V_0 = \frac{E_0.b.(1 + g)}{r - g},$$

където:

P_0 е текущата стойност на акцията;

b - коефициент на изплащане на дивидента;

E_0 - чистата печалба преди разпределение в текущия период;

k - изискуема норма на възвръщаемост;

g - нарастване на дивидента.

$$V_0 = \frac{D_0}{1+r} + \frac{D_0(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+r)^n}$$

Двете страни на горното уравнение се умножават с $(1+r)/(1+g)$, в резултат на което се получава $\frac{(1+r)}{(1+g)}V_0 = \frac{D_1}{(1+g)} + \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+r)^2} + \dots$. След заместване на предходното уравнение в горното се получава $\frac{(1+r)}{(1+g)}V_0 - V_0 = \frac{D_1}{(1+g)}$, което след преобразувания се свежда до $\frac{(r-g)V_0}{(1+g)} = \frac{D_1}{(1+g)}$, а то от своя страна се опростява до уравнение 3. Пътев и Канарян (2008)

При положение че разделим двете страни на (5) с E_0 , ще се получи формулата на пазарния множител P/E , както е показано в уравнение (6).

$$(6) \quad \frac{P_0}{E_0} = \frac{b(1+g)}{r-g}$$

Тогава, за да се изчисли очаквания P/E , трябва да се използва формула (7).

$$(7) \quad P_0 / E_1 = \frac{b}{r-g},$$

където:

P_0 / E_1 е очакваният коефициент P/E ,

а останалите означения са същите както при (5).

Може би читателят ни ще се запита защо ли ни е необходима тази формула. Та нали можем да използваме коефициента, получен на пазарна база и да определим цената на фирмата, като използваме очакваната печалба на една акция. Представяме множителя P/E чрез (7), защото по този начин можем да изведем на факторите, влияещи върху коефициента.

Първият фактор това е коефициентът на изплащане b . Той представлява процент от печалбата, който се изплаща под формата на дивидент на инвеститорите. По-високият коефициент на изплащане означава и по-висока стойност на P/E . Връзката между тях е правопрпорционална.

Втория фактор е дисконтната норма. Дисконтната норма всъщност отразява цената на собствения капитал. За портфейлния мениджър е важно да знае как изменението на цената на собствения капитал се отразява върху коефициента P/E . Както при всяко дисконтиране, така и в този модел, колкото по-висок е дисконтовият фактор, толкова по-ниска е сегашната стойност. В случая високата цена на собствения капитал води до нисък коефициент P/E .

Третия фактор, влияещ върху очакваната стойност на P/E , е растежът - g . Това е факторът, оказващ най-силно влияние върху P/E . По високата стойност на g , от една страна увеличава дисконтираната величина на уравнението, но от друга, намалява дисконтовия фактор.

Множителят "Цена-Счетоводна стойност" - P/BV

За да опишем този множител отново ще следваме логиката на *Damodaran (2001)*. Коефициентът P/BV представлява съотношението между пазарната цена на компанията и нейната счетоводна стойност. На теория би било правилно да се допуска, че този коефициент да бъде равен на единица. Това означава, че пазарът оценява активите, които фирмата притежава така, както и счетоводителят ѝ. Факт е обаче, че много рядко в практиката пазарната цена на акцията и нейната счетоводна стойност са равни. Нека отново се върнем към модела за изчисляване на коефициента P/E от уравнение (7) и го преработим във вида от (8).

$$(8) \quad P_0 = \frac{E_1 \cdot b}{r - g}$$

В случая взимаме E_1 , защото, както вече бе споменато, печалбата ще расте с g . Ако обаче заместим за E , неговото равенство, $E = BV_0 \cdot ROE$, получаваме (9). ROE е рентабилността на собствения капитал, а BV счетоводната стойност на собствения капитал.

$$(9) \quad P_0 = \frac{BV_0 \cdot ROE \cdot b}{r - g}$$

Горното уравнение разделяме на BV_0 и получаваме общата формула за коефициента P/BV , представена в (10).

$$(10) \quad \frac{P}{BV} = \frac{b \cdot ROE}{r - g}$$

Разглеждайки по-внимателно формула (6.49.), можем да видим, че върху коефициента P/BV оказват влияние няколко фактора. Както бе споменато в предходната точка, това са b и r . Силата на тяхното влияние вече бе показана. Тук обаче се включва още един фактор - ROE. Този фактор ни показва зависимостта на коефициента пряко от резултатите на фирмата. С увеличаване на ROE, при неизменни други фактори, коефициентът P/BV се увеличава.

Множителят „Цена-Продажби“ P/S

Множителят *Price/Sales* (P/S) представлява съотношението между приходите на компанията и нейната пазарна цена. Той показва, колко инвеститорите трябва да платят за единица приходи от продажби. За разлика от коефициента P/E продажбите са доста по трудни за манипулации. Именно заради това този множител се налага като добър измерител на текущото състояние на фирмите.

Традиционният подход за намиране на P/S отново има за база модела на *Gordon* за оценяване на акциите. Тук ние ще следваме описанието на *Damoaran* (1996) за извеждане на традиционната формула на коефициента. Нека разгледаме отново формулата за изчисляване на цената, след направените замествания във дивидентно-дисконтния модел от уравнение (11).

$$(11) \quad P_0 = \frac{E_0 \cdot b \cdot (1 + g)}{r - g}$$

Печалбата на фирмата може да бъде изразена като продажбите се умножат по рентабилността на продажбите (*margin*), както е показано в уравнение (12).

$$(12) \quad E_0 = S_0 m,$$

където:

E_0 е печалбата в текущия период;

S_0 - продажбите в текущия период;

m - рентабилността²⁶ на продажбите $m = \frac{E}{S}$.

Ако се замести уравнение (12) в (6) и се раздели на продажбите, то се получава коефициентът P/S , както е показано в уравнение (13).

$$(13) \quad \frac{P_0}{S_0} = \frac{m \cdot b \cdot (1 + g)}{r - g}$$

Разглеждайки формула (13), може да се установи влиянието на няколко фактора върху коефициента. С увеличаване на b , g и m , расте и коефициентът P/S . С увеличаване на r , коефициентът P/S намалява. Силата на влияние на отделните коефициенти вече бе показана в предходните точки. Що се отнася до връзката между P/S и рентабилността на продажбите, то тя е правопрпорционална.

Множител „Стойност на предприятието – Продажби“, $EV/Sales$

Основата за извеждането на множителите на база стойността на предприятието е моделът на дисконтираните парични потоци. Прецизността изисква да уточним, че става дума за свободните парични потоци на предприятието (FCFF). Те се определят чрез уравнение (14) и представляват паричните потоци на всички притежатели на ценни книги, т.е. акционери, облигационери и притежатели на привилегировани акции.

$$(14) \quad FCFF = EBIT(1 - T) - (CAPEX - Depr) - \Delta WC,$$

където:

$FCFF$ са свободните парични потоци на фирмата;

$EBIT$ - печалбата преди лихви и данъци;

T - пределната данъчна ставка;

$CAPEX$ - капиталовите разходи;

$Depr$ - амортизациите;

ΔWC - изменението в оборотния капитал.

Стойността на предприятието е равна на сегашната стойност на дисконтираните със среднопретеглената цена на капитала свободни парични потоци, както е показано в уравнение (15).

²⁶ Искаме да отбележим, че нито ние – авторите, нито издателите на това издание са събрали като не са поставили индекси на E и S при представяне на формулата за маржина (рентабилността на продажбите). Всъщност това е една от идеите на използването на коефициента P/S при анализа. Може да се изчисли фактическият, историческият маржин. Но също така е възможно да се допусне, че маржинът е установима величина, величина, която може да се прогнозира или пък величина, която не се променя във времето. Това води до предположението, че m е с относително постоянна стойност и тази стойност може да се използва при аналитичните операции.

$$(15) \quad V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t},$$

където:

V_0 е стойността на фирмата;

$FCFF_t$ - очакваният свободен паричен поток на фирмата в период t ;

$WACC$ - среднопретеглената цена на капитала;

Ако приложим същите математически преобразувания към уравнение (15), които използвахме, за да изведем уравнение (3), то ще получим уравнение (16). То показва каква би трябвало да бъде стойността на предприятието ако свободните парични потоци нарастват с постоянен темп на растеж.

$$(16) \quad EV = V_0 = \frac{FCFF_0(1+g)}{WACC-g} = \frac{FCFF_1}{WACC-g},$$

където:

EV е стойност на предприятието;

$FCFF_0$ - свободният паричен поток на фирмата в текущия период (година);

$FCFF_1$ - очакваният свободен паричен поток на фирмата за следващият период (година);

$WACC$ - среднопретеглената цена на капитала;

g - процентът на нарастване на паричния поток.

Печалбата преди лихви и данъци, $EBIT$, от уравнение (14) би могла да се изрази като произведение между продажбите и оперативния марж на продажбите, а втората и третата част на уравнението се обобщават като коефициент на реинвестиране²⁷. Така свободните парични потоци на фирмата се преобразуват до уравнение (17)²⁸.

$$(17) \quad FCFF = Sales \times EBIT\%(1-T)(1-NIR),$$

където:

$FCFF$ са свободните парични потоци на фирмата;

S – нетни продажби;

$EBIT\%$ - оперативен марж на продажбите, или маржин на печалбата преди лихви и данъци;

T - пределната данъчна ставка;

²⁷ Bernström, S. Valuation: The Market Approach, John Wiley & Sons, Ltd, 2014, стр. 191-195.

²⁸ Освен Bernström, Damodaran използва същата логика на извеждане на множителя. Ние сме използвали означенията на Bernström.

Ако заместим уравнение (17) в уравнение (16), то ще получим нов израз на стойността на предприятието (уравнение (18)).

$$(18) \quad EV = \frac{FCFF_0(1+g)}{WACC-g} = \frac{Sales \times EBIT\%(1-T)(1-NIR)(1+g)}{WACC-g}$$

Разделяйки двете страни на уравнение (18) с размера на продажбите, то ще получим множителя $EV/Sales$, както е показано в уравнение (19).

$$(19) \quad \frac{EV}{Sales} = \frac{EBIT\%(1-T)(1-NIR)(1+g)}{WACC-g}$$

От уравнение (19) става ясно кои са факторите, определящи стойността на множителя. Положително влияние имат маржа на печалбата преди лихви и данъци, коефициента на реинвестиране и темпа на растеж. Обратнопропорционална е връзката между среднопретеглената цена на капитала и множителя.

Множител „Стойност на предприятието – Печалба, преди лихви и данъци“, $EV/EBIT$

Извеждането на детерминантите на множителя $EV/EBIT$ минава през същите етапи, както предходния. За база ни служат уравнения (14), което изразяваме чрез коефициента на реинвестиране, и уравнение (16). По този начин получаваме уравнение (20), което представлява стойността на предприятието.

$$(20) \quad EV = \frac{FCFF_0(1+g)}{WACC-g} = \frac{EBIT(1-T)(1-NIR)(1+g)}{WACC-g},$$

EV е стойност на предприятието;

$FCFF$ са свободните парични потоци на фирмата;

$EBIT$ - печалбата преди лихви и данъци;

T - пределната данъчна ставка;

NIR – коефициент на реинвестиране;

g - темп на растеж на паричния поток;

$WACC$ - среднопретеглената цена на капитала.

Разделяме двете страни на уравнение (20) с размера на печалбата преди лихви и данъци и получаваме множителя $EV/EBIT$, уравнение (21).

²⁹ $NIR = \frac{(CAPEX - Depr) - \Delta WC}{EBIT(1-T)}$, където означенията съвпадат с тези от уравнение (14).

$$(21) \frac{EV}{EBIT} = \frac{(1-T)(1-NIR)(1+g)}{WACC - g}$$

Факторите, които имат положително влияние върху множителя са коефициента на реинвестиране и темпа на растеж, а връзката между среднопретеглената цена на капитала и множителя е обратнопропорционална.

В Таблица 1 сме обобщили влиянието на факторите, които са специфични за всеки показател, в следствие на изведените по-горе множители.

Таблица 1. Влияние на факторите върху стойността на пазарните множители

Пазарен множител	Фактор	Влияние
Цена-печалба, P/E	Коефициент на изплащане	+
	Норма на дисконтиране	-
	Темп на растеж на печалбата	+
Цена-Счетоводна стойност, P/B	Коефициент на изплащане	+
	Норма на дисконтиране	-
	Възвръщаемост на собствения капитал	+
Цена-Продажби, P/S	Коефициент на изплащане	+
	Норма на дисконтиране	-
	Темп на растеж на печалбата	+
	Рентабилност на продажбите	+
Стойност на предприятието – Продажби“, EV/Sales	Коефициент на реинвестиране	+
	Среднопретеглена цена на капитала	-
	Темп на растеж на паричния поток	+
	Оперативен марж на продажбите	+
Стойност на предприятието – Печалба, преди лихви и данъци“, EV/EBIT	Коефициент на реинвестиране	+
	Среднопретеглена цена на капитала	-
	Темп на растеж на EBIT	+

4. Корекции

Директното използване на един или друг пазарен множител при прилагане на пазарния подход за оценяване не е препоръчително. Съществуват редица особености, които е добре оценителят да отрази в прилагането на метода, дори само ако му се наложи да го разгледа без да го използва.

Брой акции за разпределение

От години водещите компании имат практика да стимулират своя мениджмънт като му предоставят опции за придобиването на акции от компанията, т.нар. executive options. Други фирми емитират варанти върху акции или конвертируеми облигации. Ако тези инструменти се упражнят на падежа им, то броят на наличните обикновени акции ще нарасне. Следователно печалбата на една акция също ще се промени. Поради това в повечето платформи с финансова база данни преизчисляват печалбата на една акция. Този показател е известен като Diluted earnings per share (Diluted EPS). Той отразява

конвертирането на вариантите, опциите и конвертируемите облигации в обикновени акции. Това се отразява на знаменателя при калкулирането на печалбата на една акция, който се увеличава. Оттук Diluted EPS ще бъде по-ниска от обикновената, некоригирана, печалба на една акция. Следователно показателят Diluted P/E ще бъде по-висок от обикновения P/E. Обикновено компаниите в своите отчети следва да обявяват печалбата на една акция с/без конверсия, поради което на оценителя няма да му се наложи да преизчислява показателя.

Отчитане на бизнес цикъла

Оценителят в своята практика може да му се наложи да оценява дружества от различен сектор – цикличен, дефанзивен, финансов. Характерът на финансовите резултати на дружествата от тези сектори е специфичен. Печалбата за последните 12 месеца на предприятие от сектора на машиностроенето или автомобилостроенето, или добивната промишленост няма точно да отразява дългосрочната тенденция на този показател, именно поради цикличността. В периоди на рецесия предприятията от изброените сектори реализират загуби, а в период на икономически възход печалбите им са огромни. За разлика от тях предприятия от секторите телекомуникации, електроразпределение, ВиК, застраховане имат стабилни финансови резултати във всеки цикъл на икономиката.

Отчитането на бизнес цикъла е необходима корекция, която трябва да се приложи не само върху чистата печалба, но и върху всеки друг фундаментален показател. Използването на данни за период от изминалите или бъдещите 12 месеца за изчисляването на пазарни множители води до висока степен волатилност на множителите. Корекцията на ефекта на бизнес цикъла може да се приложи като фундаменталните показатели се *нормализират*. Нормализираното може да се приложи, както към историческите данни, така и към прогнозните за следващите 12-24 месеца, ако има такива.

Първият метод е изчисляване на *историческа средна стойност* на фундаментален показател, например печалбата на една акция (EPS). Периодът, за който трябва да се изчисли трябва да включва последния завършен икономически цикъл, например 2009-2014. Друга практика е използването на прозорец от данни за последните 5 или 10 години. Освен периода на данните значение има и методът на изчисляване на средната стойност. Може да се използва средноаритметична претеглена/непретеглена или средна хармонична. Недостатък на средните величини е, че те включват екстремните стойности.

Вторият метод се основава на осредняване, но в този случай в извадката от данни към историческите стойности на фундаменталния показател се прибавят и консенсусните оценки на анализаторите за следващите 12-24 месеца. Предимството на този метод, спрямо предходния, е отчитането и на бъдещото, очаквано развитие на дружеството, макар и според анализаторите. Недостатък е волатилността на фундаменталните показатели, поради ревизията на консенсусните оценки. В допълнение на предходното методът може да се приложи само ако подобни консенсусни оценки са налични за всички дружества аналози, които ще попаднат в извадката на оценителя, за да има съпоставимост.

Отчитане на страновия риск

Страновият риск (country risk) се отнася до риска, свързан с инвестирането в дадена държава, в зависимост от промените в икономическата среда, които могат да повлияят неблагоприятно върху оперативна печалба или стойността на активите в дадена страна. Фактори като контрол върху валутните трансакции и трансфери, девалвации, регулаторни промени, политически сътресения, дори масови бунтове, граждански войни оказват влияние върху операционния риск на фирмите. Често страновият риск е използван като синоним на политически риск, но риска на страната е по-общ термин, който обикновено се отнася само до рисковете, влияещи върху всички фирми, работещи в рамките на дадена страна.

Този риск се оценява основно от агенциите за кредитен рейтинг, но и други аналитични звена имат своя методология за оценка на страновия риск. Агенциите за кредитен рейтинг са склонни да използват количествени иконометрични модели и да се съсредоточат върху финансовия анализ, а аналитичните звена, специализирани в оценката на политическия риск, са склонни да използват качествени методи и акцентират върху политическия анализ. Въпреки това, няма единна и най-добра методология при оценката на кредитните и политически рискове³⁰.

Повечето аналитични звена и рейтингови агенции предоставят информация относно страновия риск срещу заплащане. Едно от малкото изключения е Индексът на икономическата свобода (Index of Economic Freedom), който се публикува от Wall Street Journal и The Heritage Foundation. Икономическата свобода се измерва въз основа на 10 качествени и количествени фактора, групирани в четири основни категории или стълба, на икономическа свобода³¹:

1. Право (имуществени права, свобода от корупция).
2. Ограничена намеса на държавата (фискална свобода, държавни разходи).
3. Регулаторна ефективност (свобода на бизнеса, свобода на труда, монетарна свобода).
4. Отворени пазари (свобода на търговията, инвестиционна свобода, финансова свобода).

Всеки от десетте икономически фактора на свободата в рамките на тези категории се оценява по скала от 0 до 100. Обща оценка на една страна се получава чрез осредняване на тези десет икономическите свободи, с еднаква. Поради тази причина ние ще използваме този индекс в последващия анализ.

Пример: Към март 2015 г. най-свободната икономика в света е Хонг Конг 89.60. Германия се намира във втора група със 73.8 точки, докато България е в трета група с 66.8. <http://www.heritage.org/index/ranking>

³⁰ Освен рейтинговите агенции Standard & Poor's, Moody's, Fitch страновият риск се оценява от OECD (www.oecd.org), Economist Intelligence Unit (<http://store.eiu.com/>), Business Monitor International (<http://businessmonitor.com>), Country Risk Solutions (<http://www.countryrisksolutions.com/>), Oxford Analytica (<http://www.oxan.com/>) и списанието Euromoney (<http://www.euromoneycountryrisk.com/>).

³¹ . <http://www.heritage.org/index/ranking>

Корекцията, която предлагаме и индикатора на странови риск, който използваме е за **систематичен странови риск**. Това уточнение е много важно от гледна точка на възможността инвеститорите да диверсифицират някои рискове. Несистематичните рискове нямат място в нормата на дисконтиране. *Тя трябва да отразява само систематичните рискове и да осигурява рискова премия само за поетите систематични рискове*, защото специфичните рискове могат да бъдат диверсифицирани.

Pereiro³² цитира изследване на Damodaran (1996), което доказва, негативното влияние на страновия риск върху пазарния множител P/E. Колкото рискът е по-нисък, толкова множителят е по-висок и обратното. Pereiro предлага два подхода за корекция за странови риск. Първият е изчисляване на коефициент на корекция, който представлява съотношение между средната стойност на даден пазарен множител за страната на оценяваното дружество и средната стойност на пазарния множител за страната на дружеството аналог.

Пример: Към 13.03.2015 средната стойност на индекса S&P 500 е 21.1³³, на индекса DAX 21.7³⁴, а на индекса SOFIX 9.18³⁵. Оттук коефициентът на корекция на страновия риск според първия метод на Pereiro ще бъде

За САЩ

$$AC_{country} = \frac{P/E_{SOFIX}}{P/E_{S\&P500}} = \frac{9.18}{21.1} = 0.44$$

За Германия

$$AC_{country} = \frac{P/E_{SOFIX}}{P/E_{S\&P500}} = \frac{9.18}{21.7} = 0.42$$

Вторият метод е използването на регресионен анализ, който всъщност е широко прилаган от Damodaran (1996). При него се допуска, че пазарният множител е линейна функция от множество фактори, като един от тях е страновият риск. Ние не сме привърженици на този метод, тъй като неговото прилагане изисква голяма извадка от данни, за да се получат резултати, които са статистически неопорочени. От друга страна той изисква избор на подходящ метод за изчисляване на регресионните параметри. Често пъти се използва методът на най-малките квадрати, който не е подходящ.

Касърова, Праматарска, Лазарова (2009)³⁶ разглеждат ефекта от корекцията на пазарните множители със страновия риск, измерен от различните индикатори. Те използват коефициент на корекция, който представлява съотношението между индикатора за странови риск на държавата на дружеството аналог и този на държавата

³² Pereiro, L E.Valuation of companies in emerging markets : A practical approach, John Wiley & Sons, Inc, 2002, p. 278

³³ <http://money.cnn.com/data/markets/sandp/>

³⁴ http://money.cnn.com/data/world_markets/dax/

³⁵ www.bse-sofia.bg

³⁶ Касърова, В., Св. Праматарска, Р. Лазарова. Сравнителният подход в оценката на бизнеса в условията на формиращи се пазари. Финансови решения: изследвания и практики. НБУ, С., 2009, стр. 312-335. ISBN 978-954-535-592-9.

на оценяваното предприятие. Коригираният пазарен множител е равен на съотношението между пазарният множител и коефициентът на корекция, както е показано в уравнение (22).

$$(22) \ P / M_{adj}^c = \frac{P / M}{AC_{country}}$$

където:

P / M_{adj}^c е коригиран със страновия риск пазарен множител;

P / M - некоригиран пазарен множител;

$AC_{country}$ - коефициент за корекция за странови риск.

Коефициентът на корекция за странови риск се определя чрез уравнение (23). Той представлява съотношението между индекса на икономическа свобода на държавата на предприятието аналог и този на държавата на оценяваното предприятие.

$$(23) \ AC = \frac{CR_{benchmark}}{CR_{assessed}}$$

$CR_{benchmark}$ – оценка на странови риск на държавата на предприятието аналог, приета за еталон според Index of Economic Freedom;

$CR_{assessed}$ - оценка на странови риск на държавата на оценяваното предприятие, приета за еталон според Index of Economic Freedom;

В уравнения (22) и (23) запазваме логиката на корекцията, но използваме други означения във формулата в сравнение с тези на Касърова, Праматарска, Лазарова (2009). P/M е обобщение на пазарен множител, т.е. Price/Multiplier, а AC – Adjustment Coefficient. С цел по-точно изразяване на отрицателната връзката между стойността на пазарен множител и индикаторът за странови риск, която Periro (2002) цитира. За да покажем, че ниският странови риск води до висока стойност на пазарния множител, то преобразуваме предходните две уравнения в (24).

Високите стойности на индикатора за странови риск означават нисък риск, а ниските за висок риск. Така ако индикаторът държавата на оценяваното дружество има по-висока стойност от този на държавата на дружеството аналог, то това означава, че оценяваното дружество има по-нисък странови риск. Оттук коефициентът на корекция за странови риск ще има стойност по-голяма от 1. Следователно пазарният множител ще бъде по-висок. И обратното, ако индикаторът на странови риск на държавата на оценяваното дружество има стойност по-ниска от този на държавата на дружеството аналог, то страновият риск е по-висок. Така при висок странови риск коефициентът на корекция ще бъде по-малък от 1 и пазарният множител по-нисък.

$$(24) \ P / M_{adj}^c = P / M \times AC_{country} = P / M \times \frac{CR_{assessed}}{CR_{benchmark}}$$

Пример: Пазарният множител P/E (ttm) на шведския машиностроителен гигант Atlas Сорсо АВ към 13.03.2015 е 24,1717³⁷. Индикаторът за странови риск на Швеция е 72,7³⁸. Оценител използва Atlas Сорсо АВ като аналог за оценяване на българско дружество. Индикаторът за странови риск на България е 66,8³⁹. Оттук коригираният P/E (ttm), който оценителят следва да използва е:

$$P/E_{adj}^c = P/E \times AC_{country} = P/E \times \frac{CR_{assessed}}{CR_{benchmark}} = 24,1717 \times \frac{66,8}{72,7} = 22,21$$

Коригираният P/E е по-нисък от първоначалния, защото страновият риск на България е по-висок от този на Швеция. Ако оценителят трябваше да оцени естонско дружество, то коригираният пазарен множител P/E щеше да бъде по-висок, тъй като Естония има по-нисък странови риск в сравнение с Швеция – 76,8⁴⁰.

$$P/E_{adj}^c = P/E \times AC_{country} = P/E \times \frac{CR_{assessed}}{CR_{benchmark}} = 24,1717 \times \frac{76,8}{72,7} = 25,5349$$

Корекция на ефективност

Нашето предложение за този вид корекция представлява модификация на предложеното от Касърова, Праматарска, Лазарова (2009)⁴¹. Тя може да се извърши преди или след корекцията за странови риск. Идеята за прецизирането на коефициента за корекция на ефективността дойде от практиката ни на финансови анализатори и портфейлни мениджъри. Ние сме прегледали множество компании, търгувани на различни фондови пазари, най-вече на развиващите се. Някои компании имаха много високи стойности на един или друг пазарен множител. Например, показателят Цена – счетоводна стойност, P/B, се използва за бърза оценка на банки. Обикновено той е около 1. Стойността на P/B на Halkbank⁴² бе над средния показател за турските банки и като цяло за банките в Развиваща се Европа. На пръв поглед изглеждаше, че банката е много надценена, но рентабилността на собствения капитал, ROE, имаше двуцифрено изражение малко над 30% няколко поредни години. Именно високата рентабилност на собствения капитал обясняваше високата стойност на пазарния множител. Както видяхме по-горе при дисекцията на пазарните множители, ROE е основен фактор на множителя P/B.

Идеята на корекцията на ефективност е следната: Всеки пазарен множител си има основен определящ фундаментален фактор. Ако фундаменталният фактор на оценяваното предприятие е по-висок от този на аналога, то пазарният множител на аналога ще се завиши за нуждите на оценяването на дадено предприятие. И обратното

³⁷ <http://www.bloomberg.com/quote/ATCOB:SS>

³⁸ <http://www.heritage.org/index/country/sweden>

³⁹ <http://www.heritage.org/index/country/bulgaria>

⁴⁰ <http://www.heritage.org/index/country/estonia>

⁴¹ Касърова, В., Св. Праматарска, Р. Лазарова. Сравнителният подход в оценката на бизнеса в условията на формиращи се пазари. Финансови решения: изследвания и практики. Изд.НБУ, С., 2009, стр. 312-335. ISBN 978-954-535-592-9.

⁴² Turkiye Halk Bankasi AS.

Оценяване на активи чрез пазарни множители

пазарният множител, който ще се приложи ще бъде по-нисък, ако фундаменталният фактор на оценяваното предприятие е по-нисък от този на аналога. С други думи пазарният множител на предприятието аналог се коригира коефициент на корекция. Последният е равен на съотношението между фундаменталните фактори на оценяваното предприятие и аналога.

Естественият въпрос, който възниква е: Кой е основният фундаментален фактор на даден пазарен множител? От направената дисекция на пазарните множители установихме, че факторите са няколко, но бихме могли да изведем по един основен за всеки пазарен множител. (Таблица 2).

Таблица 2. Основни фундаментални фактори на пазарните множители

Пазарен множител	Фактор
Цена-печалба, P/E	Темп на растеж на печалбата - g
Цена-Счетоводна стойност, P/B	Възвръщаемост на собствения капитал - ROE
Цена-Продажби, P/S	Рентабилност на продажбите - m
Стойност на предприятието – Продажби“, EV/Sales	Оперативен марж на продажбите – EBIT%
Стойност на предприятието – Печалба, преди лихви и данъци“, EV/EBIT	Темп на растеж на EBIT - g

Изяснили с думи идеята на корекцията ние можем да изведем базово ad-hoc уравнение за корекция на пазарния множител (25).

$$(25) \quad P / M_{adj}^e = P / M \times \frac{F_i}{F_{peer}},$$

където:

P / M_{adj}^e е коригиран за ефективност пазарен множител;

P / M - некоригиран пазарен множител;

F_i – фундаментален фактор на оценяваното предприятие;

F_{peer} – фундаментален фактор на аналога.

Пример: Коригираният със страновия риск пазарен множител P/E на Atlas Copco изчислихме, че е $P / E_{adj}^c = 22.21$. Темпът на растеж за последните 5 години на шведския машиностроител е 5.2% средногодишно. Оценяваното предприятие за същия период има средногодишен темп на растеж на печалбата 21.0%. Оттук коригираният за ефективност пазарен множител P/E ще бъде:

$$P / E_{adj}^e = P / E \times \frac{g_i}{g_{peer}} = 22.21 \times \frac{0.21}{0.052} = 89.81$$

Правилно ли е изчислен пазарният множител?

5. Бизнес казус

Ние ще разгледаме два бизнес казуса, с които се сблъскахме през миналата година. В първия ще се фокусираме върху избора на аналози, корекцията за странови риск и разликата в използването на средна аритметична, хармонична или медиана. Във втория казус, който ще разгледаме на семинара, задълбочаваме в изследване на аналога и оценяването дружество, изчисляването на различни пазарни множители на база исторически данни, коригиране за странови риск, ефективност.

Застрахователно дружество

През есента на 2014 г. нашите адвокати се свързаха с нас за консултация. Техен клиент притежавал пакет акции от застрахователна компания и иска да го продаде на мажоритарния акционер. Дружеството е по общо застраховане и акциите му не са регистрирани за търговия на регулиран пазар. Адвокатите ни консултирали клиента по правната страна на бъдещата сделка, но той им споделил, че е възложил на три инвестиционни посредника да направят оценка на дружеството. Техният клиент бил мнителен и помолил адвокатите за друго експертно мнение.

Колегите бяха използвали подхода на пазарните множители, за да оценят дружеството. С цел конфиденциалност ще споменем само, че бяха използвали няколко дружества за аналози. Те бяха основно от Турция, Полша, Сърбия, Хърватска, Австрия, Великобритания. Част от дружествата бяха животозастрахователни компании, дори предлагащи здравни застраховки. Бяха използвани два множителя, исторически (ttm) - Цена – Печалба, P/E, Цена – Премиен приход, P/Net Premiums, Цена – Счетоводна стойност, P/B. Не бяха приложени корекции за странови риск или за ефективност.

Според нас разумни са били притесненията на клиента.

Първо, логиката да се включат компании в извадката от развиващи се икономики като Хърватска, Сърбия Румъния, Полша, Турция е приемлива, но трябва да се отчете един факт. Включването на турски, сръбски и хърватски дружества е неподходящо. Регулаторната рамка, под която българските дружества се управляват се различава от тази на споменатите държави. От друга страна нашият застрахователен пазар се характеризира с ниско застрахователно проникване, доминирано от един вид застраховка – Гражданска отговорност и каско на МПС.

Второ, оценяването дружество развива дейността си по общо застраховане, а в извадката си колегите са включили животозастрахователни дружества и такива, които предлагат здравни застраховки. Това изкривява оценката.

Трето, само един анализатор беше използвал множителят Цена – Премиен приход. Този показател е определящ и неговото игнориране е недопустимо.

Четвърто, за оценката на акциите на българското дружество е използвана средноаритметичната стойност на всеки пазарен множител. Характерното за този статистически измерител на средна стойност е отчитането на екстремните стойности. Това също допринася за изкривяване на оценката.

След направения критичен анализ ние предложихме алтернативно решение на казуса. То се основаваше отново на пазарния подход и по точно метода на пазарните множители. Как решихме казуса?

Оценяване на активи чрез пазарни множители

Първо, сведохме извадката на аналозите до застрахователни компании по общо застраховане от континентална Европа. Регулаторната рамка е еднаква за всички. Българското застрахователно право се основава на германското. Изключихме британските компании предвид по-особения им бизнес модел, както и животозастрахователните дружества и тези предлагащи здравни застраховки.

Второ, пазарните множители, които използвахме са ценови, с исторически фундаментални показатели, т.е. *ttm*. Не сме използвали *forward* показатели, тъй като нямаше достъп до такива. Пазарните множители, които приложихме са дадени в долната Таблица 3.

Таблица 3. Пазарни множители с/без корекция за странови риск

Аналог	Държава	Рейтинг *	Коефициент на корекция	P/B	P/B adj	P/Prem	P/Prem adj	P/E	P/E adj
Allianz	Германия	73.80	0.91	1.13	1.02	0.83	0.75	9.93	8.99
Generali	Италия	61.70	1.08	1.20	1.30	0.43	0.47	14.17	15.34
Mapfre	Испания	67.60	0.99	1.01	1.00	0.50	0.49	11.60	11.46
Sampo	Финландия	73.40	0.91	2.10	1.91	3.97	3.61	14.84	13.50
Swiss Re	Швейцария	80.50	0.83	0.81	0.68	0.91	0.75	6.48	5.37
Munich Re	Германия	73.80	0.91	0.12	0.11	0.59	0.53	7.73	6.99
AXA	Франция	62.50	1.07	3.24	3.46	0.55	0.59	9.25	9.88
PZU	Полша	68.60	0.97	3.24	3.15	2.56	2.49	13.38	13.03
VIG	Австрия	71.20	0.94	0.97	0.91	0.61	0.57	14.84	13.93
UNIQA	Австрия	71.20	0.94	0.81	0.76	0.50	0.47	9.83	9.22
Storebrand Mediolanum	Норвегия	71.80	0.93	0.63	0.58	0.58	0.54	8.27	7.69
	Италия	61.70	1.08	2.07	2.24	0.96	1.04	14.19	15.37
Медиана				1.069	1.010	0.597	0.578	10.766	10.673
Средноаритметична				1.444	1.427	1.081	1.025	11.207	10.897

* *The Index of Economic Freedom*, Рейтингът на България е 66,80

Източник: Capital IQ, <http://www.heritage.org/index/>, Собствени изчисления

Трето, коригирахме всеки пазарен множител с коефициент за странови риск, прилагайки уравнение 24.

Четвърто, за всеки пазарен множител изчислихме медиана и средноаритметична стойност. Ние използвахме медианата стойност на всеки коригиран показател за странови риск. Така игнорираме екстремните стойности на пазарните множители. Предложихме относителни тегла за претегляне на оценката, получена от прилагането на всеки множител. Най-високо тегло, но не повече от 50%, в крайната оценка има стойността, получена от множителя Цена-Премияен приход, тъй като отразява същността на оценяваното дружество. С равни тегла са останалите пазарни множители, т.е. всеки с по 25%.

Библиография

1. Касърова, В. и колектив, Курс за придобиване на правоспособност - независим оценител на "Търговски предприятия и вземания" (учебно пособие). София 2014
2. Касърова, В., Св. Праматарска, Р. Лазарова. Сравнителният подход в оценката на бизнеса в условията на формиращи се пазари. Финансови решения: изследвания и практики. Изд.НБУ, С., 2009, стр. 312-335. ISBN 978-954-535-592-9.
3. Международен стандарт за финансово отчитане 13 „Оценяване по справедлива стойност“, Оценка, параграф 9
4. Международни стандарти за оценяване, 2011, Съвет за международни стандарти за оценяване,
5. Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане
6. Наредба № 44 от 20 октомври 2011г. за изискванията към дейността на колективните инвестиционни схеми, инвестиционните дружества от затворен тип и управляващите дружества.
7. Пътев, Пл. и Н. Канарян. Управление на портфейла, Абагар, 2008 г.
8. Bernström, S. Valuation: The Market Approach, John Wiley & Sons, Ltd, 2014, стр. 191-195.
9. Damodaran, A. *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 1996
10. Damodaran, A. *The Dark Side of the Valuation*, Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, 2001
11. Good, W.R., Bias in Stock Market Valuation, *Financial Analyst Journal*, September-October, 1989, 6-7
12. Graham, B. and D. Dodd, *Security Analysis*, McGraw Hill, 1934
13. Hickman, K. and G. H. Petry. A Comparison of Stock Price Prediction Using Court Accepted Formulas, Dividend Discount, and P/E models, *Financial Management*, Summer, 1990, 76-87
14. Jacobs, B. I. and K. N. Levy. On the Value of "Value", *Financial Analysts Journal*, July-August, 1988, 47-62
15. Leibowitz, M. and S. Kogelman. Franchise Value and the Growth Process, *Financial Analysts Journal* 1992, pp 53-62
16. Leibowitz, M. and S. Kogelman. Inside P/E ratio: Franchise Factor, *Financial Analysts Journal* 1990, pp 17-35
17. Leibowitz, M. Franchise Margins and the Sales-Driven Franchise Value, *Financial Analysts Journal* 1997, pp 43-53

18. Patterson, C. *The Cost of Capital: Theory and Estimation*, Quorum Book: Westport, 1995
19. Pereiro, L E. *Valuation of companies in emerging markets : A practical approach*, John Wiley & Sons, Inc, 2002, p. 278
20. Pinto, J., E. Henry, T. Robinson, and J. Stowe, *Equity Asset Valuation*, John Wiley & Sons, Inc., 2nd edition, 2010, p. 322
21. Pratt, P. *The Market Approach to Valuing Business*, John Wiley & Sons: New York, 2001
22. Suozzo, P., S. Cooper, G Sutherland, and Z Deng. *Valuation Multiples: A Primer*, Global Equity Research, UBS Warburg, November 2001

Приложение 1. Приложимост на пазарни множители според икономическия отрасъл⁴³

Отрасъл	Под отрасъл	Най-често използвани множители
Автомобилостроене	Производство на автомобили	P/S
	Производство на автомобилни части	P/CE, P/S
Банки		P/BV
Строителство		P/LFCF EV/FCF - PER and EV/EBITDA
Бизнес услуги		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER and PER to growth
Основни средства за производството (капиталови стоки)	Инженерство; техника; машиностроене	PER EV/EBITDA and EV/S PER EV/EBITDA and EV/S
Храни, напитки и цигари	Хранителни продукти Пивоварна индустрия Алкохолни напитки Цигарена индустрия	EV/EBITDA and Ev/CE ROCE, PER to growth and PER relative EV/EBITDA ROCE
Консумативи, стоки и продажби на дребно	Дрехи Храни Луксозни стоки	PER relative to market and sector EV/EBITDA, PER relative PER, PER to growth, EV/S and EV/E to EBITDA growth
Комунални услуги		PER and P/CE
Телеком		EV/E to EBITDA and P/NAV
Технологии	Софтуер, оборудване и проф. инструменти	PER and PER relative
Здравеопазване		PER, PER relative to S&P and EV/EBITDA
Недвижими имоти		P/FAD, EV/EBITDA and P/NAV
Основни материали	Хартия	P/B
	Химикали	EV/EBITDA, EV/S, P/CE
	Метали	P/LFCF, EV/EBITDA
Нефт и Газ		PER and EV/CE
Медии		EV/EBITDA, PER relative
Застраховане		P/AV
Отдых и развлечения		EV/EBITDA
Транспорт	Въздушен транспорт	EV/EBITDA
	Сухопътен транспорт	P/S

⁴³ Касърова, В. и колектив, Курс за придобиване на правоспособност - независим оценител на "Търговски предприятия и вземания" (учебно пособие). София 2014

Приложение 2. Предимства и недостатъци на пазарните множители като метод за оценяване

Предимства	Недостатъци
Добър инструмент за получаване на полезна информация за относителната стойност на дадено предприятие. Лесно се прилага, поради достъпната ретроспективна и прогнозна информация за дадено предприятие. Отразява реалното пазарно търсене и предлагане по отношение на конкретния инвестиционен обект. Използва обективни източници на информация. Тази информация е релевантна на показателите, които финансови анализатори и оценители обикновено използват Адекватно отчита доходността и риска. При наличие на достатъчно изчерпателна информация за аналога, може да се получат точни резултати.	При липса на прогнозна информация за предприятието и/или анализите се игнорират перспективите за развитието им в бъдеще, защото се използва само ретроспективна информация. Статичност на оценката. Определя се стойността към даден момент, като не се отчита динамичността на бизнес средата. Използването му предполага наличие и свободен достъп до финансова информация не само за оценяваното предприятие, но и за анализите. Сравнителният анализ не е толкова лесен. Често пъти се сравняват „ябълки и портокали“. Необходимост от корекции в междинните разчети и окончателната оценка, за да се осигури съпоставимост на оценяваното предприятие с анализите.

Източник: Касърова, В. и колектив, Курс за придобиване на правоспособност - независим оценител на "Търговски предприятия и вземания" (учебно пособие). София 2014; Suozzo, P., S. Cooper, G Sutherland, and Z Deng. Valuation Multiples: A Primer, Global Equity Research, UBS Warburg, November 2001.